

LEMÁK Gábor

## JELENLEGI HELYZET - JÖVŐBELI VÁRAKOZÁSOK

- A magyar kockázatitőke-iparág szereplőinek véleménye -

A cikk a szerző saját felmérésének eredményeit mutatja be, valamint összehasonlítja azokat két másik, hasonló célból készült felmérés eredményeivel.

A kockázati tőke Magyarországon alig tíz éve van jelen és kicsi azon szakemberek száma, akik a hazai tőkepiacon szereplő intézményes kockázati befektetők jelenlegi helyzetéről, vagy (ritkább esetben) jövőbeli várakozásairól értekeznenek. Kihívást jelent ezért számomra, hogy valami újat mondhassak erről a területről.

Mindig érdekes feladat összehasonlítani egy terület hazai helyzetét a nyugat-európaival. Hol találhatók a különbségek, ezek mivel magyarázhatók, érezhető e lemaradás és ha igen, akkor mennyi idő alatt hozható ez be. A magyar kockázatitőke-iparág jellegzetessége az állam túlsúlya, ami a társaságok szerint csak torzít a piacon, de akik ugyanakkor igénylik is az állami odafigyelést. Egyszer már történt állami beavatkozás ebbe az iparágba (a kockázatitőke-törvény meghozatala), de jelentős eredmények nem születtek. Felmerül a kérdés, hogyan kellene a magyar kormánynak a kockázatitőke-iparágat továbbépíteni?

Köszönöm azok segítségét, akik időt szakítottak a személyes konzultációkra, vagy az öltoldalas kérdőívemre. Ezúton mondok köszönetet Molnár Lászlónak, konzulensemnek, Csomor Lilian (ABN-Amro Capital Hungary) és Fenyvesi Orsolya (Wallis) úrhölgyeknek, valamint Baranyi Gábor (DBG Eastern Europe Funds), Bedő Balázs (Eqinox), Hradzki László (Hungarian Innovative Tech. Fund), Pásztor Péter (Riverside Rt.), Bodor András (Róna és Társai Rt.), Tordai György és dr. Várady Zoltán (Corvinus Rt.), Haász Zoltán (MFB), Szombati András (Concorde Securities Ltd.), Szatmáry Péter (Cenzus Rt.) uraknak azért, hogy kérdőívemre időt szakítottak, illetve Kopits Istvánnak (Navigátor Kft.), aki rendelkezésemre bocsátotta saját felmérésének eredményét.

A személyes beszélgetések Karsai Judittal (MTA Közgazdasági Kutató Intézet), Nagy Noémivel (OTP Értékpapír Rt.), Weöres Botonddal (Deloitte & Touche), Geist Ferencsel (Rabobank Befektetési Rt.), Erdő Sándorral (Erdő Pharma), dr. Papp Erikával (Cameron McKenna Ormai), Bodor András (Róna és Társai), Haász Zoltánnal (MFB) nagyon hasznos információkkal járultak hozzá munkám sikeréhez.

A magyar kockázatitőke-iparág szereplőiről sok érdekes cikket lehet olvasni, de csak kevés tanulmány szól az iparág jelenlegi helyzetéről, vagy (még ritkább esetben) a magyar kockázatitőke-piacon jelenlévő tőketársaságok és alapkezelők jövőbeli elvárásairól. Felmerülhet a kérdés, hogy eddig miért nem születtek ilyen tanulmányok. A tőketársaságok és az alapkezelők szakemberei nagyon „elfoglaltak”, a magyar magánholdingok pedig egyenesen bizalmatlanok, ha egy felméréshez a szubjektív véleményükre, vagy a társaság adataira kíváncsiszkodókkal találkoznak.<sup>1</sup> Az ilyen jellegű információk összegyűjtését ezért az egyes országok kockázatitőke-szövetségei próbálják elvégezni, illetve e szervezetek azok, amelyek igyekeznek intézményesíteni az informális csatornákat.

Az iparágról kialakítható teljesebb kép érdekében magam is *felmérést* végeztem. Az információkat öltoldalas kérdőív segítségével gyűjtöttem össze. Húsz kockázatitőke-társaságnak küldtem el a kérdőívet, amiből tíz darabot kaptam vissza, valamint személyesen kerestem fel az állam „kockázatitőke képviselőjét”, a Magyar Fejlesztési Bankot.<sup>2</sup> Az továbbiakban ennek a kérdőíves felmérésnek az eredményeit közlöm. (Az alapkezelőket



és a kockázati tőke-társaságokat a továbbiakban röviden „társaságok”-ként fogom említeni, viszont ahol szükség, külön fogom feltüntetni őket.)

### A magyar kockázati tőke-piacon szereplő társaságok jellemzői

A kockázati tőke-iparág fiatalságát mi sem bizonyítja jobban, mint szereplőinek alacsony életkora. A 11 társaság közül mindössze egyetlen volt, amelynek alapja 1990 előtt jött létre, míg 8 alap 1995 után (illetve 1995-ben) kezdte meg működését. A 11 válaszadóból 8-an töltötték ki az „alapot indulótőkéje” kategóriát is. A nyolc alap indulótőkéjének értéke összesen 188,1 millió USD, így az egy társaságra jutó tőke nagysága körülbelül 23,5 millió USD lenne, ám ha megnézzük az átlagtól vett átlagos eltérést, akkor észrevehetjük, hogy ez az információ hamis képet ad az átlagos indulótőke nagyságról. A szórás értéke 27,2 millió USD, ami a magyar és a külföldi alapok indulótőkéjének nagyságbeli különbségéből adódik. A megkérdezett társaságok közül négyen külföldi alapok kezelői, továbbá hárman magyar befektetők és hárman az állam tőkéjét kezelik. A nyolc válaszadó társaság közül három külföldi alapnak az átlagos indulótőkéje 53,3 millió USD, míg a fennmaradó öt magyar társaság átlagosan 5,6 millió USD kezelője. Ezek az adatok és az 1. táblázat is a külföldi tőke dominanciáját bizonyítják.

1. táblázat

Az alapok száma és indulótőkéje  
(millió USD)

	Válaszoló száma	Befektetett tőke értéke összesen	Átlag	Szórás
Külföldi alapok	3	160,0	53,3	22,5
Magyar alapok	5	21,1	5,6	5,0
Ebből: állami	2	10,0	5,0	0
magán	3	18,1	6,0	6,4
Összesen:	8	188,1	23,5	27,2

Az alapok székhelyére vonatkozó kérdésre 11-ből nyolcan válaszoltak; a nyolc válaszadó társaság közül négy Off-shore, amiből két alap magyar, a másik kettő pedig külföldi. A másik négy válaszadó közül kettő Magyarországot, kettő pedig az „egyéb” kategóriát jelölte meg. (2. táblázat)

2. táblázat

Az alapok székhelye (darab)

	Magyar- ország	Off-shore	Egyéb	Összesen
Külföldi alap	–	2	2	4
Magyar alap	2	2	–	4
Összesen	2	4	2	8

Az alapon vagy a tőketársaságban lévő tulajdonosi megoszlást tízen töltötték ki, amiből négy válaszadó társaság külföldi, három magyar, három pedig az állami alap kezelője. (3. táblázat)

3. táblázat

A tulajdonosi megoszlás az alapon  
vagy a tőketársaságban (%-ban)

	Külföldi befektetők	Belföldi befektetők	Állami	Összesen
Magán- személyek	2	14	–	16
Intézményi befektetők	50	4	–	54
Állam	–	–	30	30
Összesen	52	18	30	100

Más források szerint viszont a kockázati tőke 55–60%-át amerikai intézmények és magánszemélyek fektetik be, 10–15%-át európai intézmények és bankok, míg a maradék rész jut csak a magyar bankokra és magánbefektetőkre. Európában a kockázati tőke forrásainak kétharmadát intézményi befektetők adják, amelyek sorrendben: bankok, nyugdíjalapok, biztosítók, míg az állam és a magánszemélyek részvétele csak 3–3%.<sup>3</sup> Egy másik felmérés szerint, amelyet Kopits István végzett 1998-ban, a befektetni kívánt tőke 64%-a az Egyesült Államokból, 33%-a Nyugat-Európából, míg Magyarországról mindössze 1% származik (megjegyzendő, hogy a felmérés nem tartalmazza az állami segítséggel létrejött kis alapokat).<sup>4</sup> Az Egyesült Államokban a kockázati tőke első számú finanszírozói a nyugdíjalapok, melyeknek részesedése 87% a tőketulajdonosokon belül. Nagy-Britanniában ez az arány 44%, míg Európában csak 28%. „Ebből a szempontból mindenképpen visszalépés a nyugdíjrendszer második pillérét érintő befizetések mérséklése” – véli Varga György, a Róna és Társai Rt. igazgatója.<sup>5</sup>



Mivel a három állami kockázati tőke-társaságban az állam 100%-ban tulajdonos, ezért érdemes megvizsgálni azt is, hogy milyen a befektetők aránya az intézményes kockázati tőke-társaságokban az állami társaságok figyelmen kívül hagyásakor. (4. táblázat)

4. táblázat

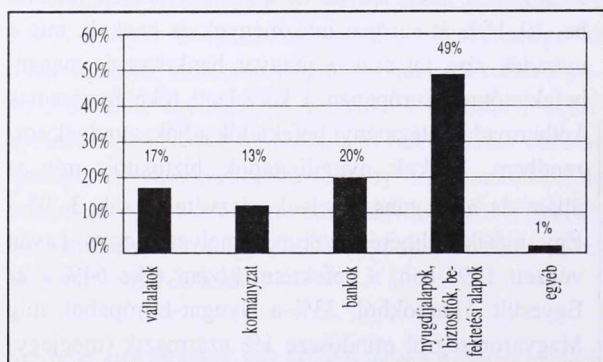
A befektetők aránya  
az állam részesedése nélkül (%-ban)

	Külföldi befektetők	Belföldi befektetők	Összesen
Magánszemélyek	2	21	23
Intézményi befektetők	71	6	77
Összesen	73	27	100

Az intézményi befektetők súlya háromszor nagyobb a magánszemélyek tulajdonosi hányadánál és ugyanez az arány figyelhető meg a külföldi és belföldi befektetők tulajdonhányadának megoszlásánál is. Érdemes összehasonlítani az előbbi táblázatokat Karsai Judit számításával, aki 1996-ra becsülte meg a tőketulajdonosok megoszlását. (1. ábra)

1. ábra

A kockázati tőke forrásának megoszlása a befektetők típusa szerint Magyarországon 1996-ban<sup>6</sup>



Forrás: EVCA Country Policy Paper és Karsai Judit számítása

## Befektetési politika

Kilenc társaság közül nyolc befektetéseinek „célországa” Magyarország, ám a nyolc válaszadóból négyen nemcsak Magyarországon, hanem Közép-Kelet-Európában is befektetnek, míg a fennmaradt egyetlen társaság eddig csak Közép-Kelet-Európában fektetett be.

A külföldi és belföldi befektetők között további lényeges különbség adódik az egy projektre szánt befektetési tőke értékében is. A külföldi kockázati tőke-társaságok jóval tőkeerősebbek a magyar társaságoknál és ezzel magyarázható az a tény is, hogy a külföldi befektetők olyan projektekbe is képesek beszállni, amelyek jóval több tőkét igényelnek (pl.: a közepes és nagyméretű vállalatokba is van lehetőségük fektetni, ha azok megfelelnek a befektetés-politikájuknak). Természetesen a nagyobb tőkebefektetésért magasabb hozamot is várnak. A kilenc válaszadó társaság közül a négy külföldinek átlagosan magasabb az egy projektre szánt minimális és maximális befektetési tőke értéke, mint a magyar társaságoké. (5. táblázat)

5. táblázat

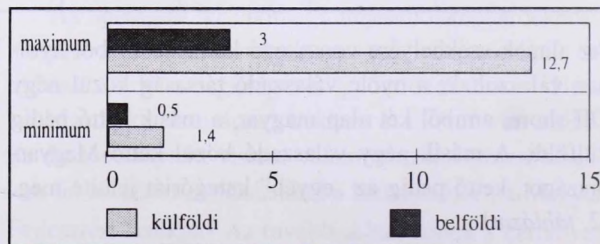
Az egy projektre szánt befektetési tőke értéke  
(millió USD)

	Minimum	Maximum	Átlag	Az alaptőke hány %-át fektetik egy cégbe
Külföldi	1,4	12,7	5,6	15
Belföldi	0,5	3,0	1,5	12
Átlagosan	0,9	6,6	—	13

A külföldi társaságok maximálisan befektethető tőkéjének átlagos értéke 12,7 millió USD, míg az átlagértéktől vett átlagos eltérés nagysága 5,3 millió USD. A magyar befektetők esetén ennek az átlagos eltérésnek a nagysága 4,6 millió USD. Így a relatív szórás az előbbi esetben 42%, az utóbbi esetben 153% (a maximálisan befektethető tőke átlagértékétől vett átlagos százalékos eltérés). Ez az eltérés részben annak is köszönhető, hogy a felmérésben részt vevő innovatív kisvállalkozásokba fektető alap, illetve a Magyar Fejlesztési Bank „csak” 100 millió projektbe fektet. (2. ábra)

2. ábra

Az egy projektre szánt befektetési tőke átlagos értéke  
(millió USD)



Forrás: saját felmérés

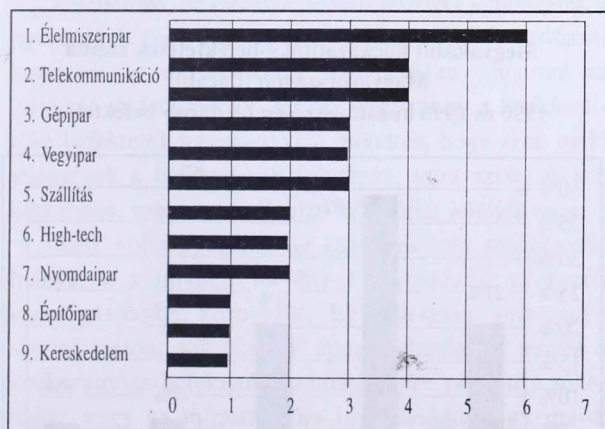


A jelenleg futó potenciális befektetési lehetőségek száma lényeges eltérést mutat a Magyar Fejlesztési Bank és a nem állami tőkét befektető intézményes kockázati-tőke-társaságok szerint. A banknak jelenleg 45 projektje van, míg a hat válaszadó befektetőnek összesen 38. A hat társaságra átlagosan hét befektetés jut, amiknek a várható megtérülési idejét hat évre becsülték. Az átlagos hozam nagyságát átlagosan 23%-ra értékelték, míg az egy projekt elfogadásához szükséges átlagos minimális hozam körülbelül 20%. A hét válaszadóból öten 25%, illetve e feletti hozamot jelöltek meg, ám volt olyan válaszadó is, akinél e hozamelvárás 40–50%.

Az egyik legizgalmasabb kérdés, vajon melyek azok az iparágak, amelyek vonzóak a magyar kockázati-tőke-piacon jelenlévő alapkezelők és kockázati-tőke-társaságok számára. A 13 felsorolt kategóriából mindössze egyetlen terület volt, melyet egyetlen társaság sem jelölt meg befektetési célpontjaként: a mezőgazdaság. A kilenc válaszadó társaság kedvelt befektetési szegmensei a válaszok alapján: az élelmiszeripar, a gépipar, a vegyipar, a szállítás, a telekommunikáció és a high-tech. A gépipar, a vegyipar és a telekommunikáció területén a külföldi társaságok hajtottak végre több befektetést, míg az élelmiszeripar, a szállítás és a high-tech a magyar társaságok számára volt vonzó. (3. ábra, 4. ábra)

3. ábra

#### A kockázati-tőke-társaságok befektetési területei az adott területen befektető társaságok számának függvényében

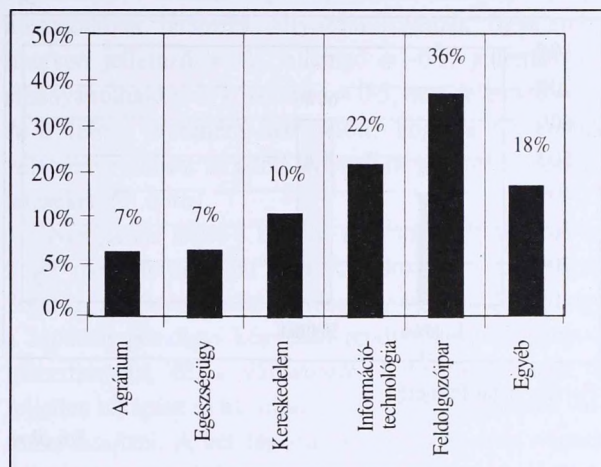


Megjegyzés: 9 válaszadó társaság adatai, saját felmérés

Karsai Judit számításai szerint Európában 1996-ban a feldolgozóipar csak 10%-os súllyal szerepelt a befektetett kockázati tőke értékének szektorális megoszlásában, míg a high-tech ágazatok 20%-kal.

4. ábra

#### A befektetések ágazati megoszlása 1998-ban (darabszám)



Forrás: Kopits István felmérése

#### A finanszírozott vállalkozások kategóriái a foglalkoztatottak létszáma alapján

A legvonzóbb befektetési célpontok a projektek darabszámát illetően a 100–500 főt foglalkoztató középmeretű vállalatok voltak. Viszont ugyanannyi társaság fektetett be e vállalatméretbe, mint a 100 fő alatti vállalatokba. A közép- és a nagyméretű vállalatok iránt inkább a külföldi társaságok érdeklődtek, amit az is bizonyít, hogy a hat társaságból, amelyek a középmeretű vállalatokba fektettek, négy külföldi volt (habár kevesebb ügyletet hajtottak végre); a nagyméretű vállalatok esetén pedig háromszor annyi projektet hajtottak végre, mint a magyar befektetők. (6. táblázat, 5/a, b, c, ábra)

6. táblázat

#### A finanszírozott vállalatok kategóriái a foglalkoztatottak létszámának függvényében (darabszám)

	100 fő alatt	100-500 fő között	500 fő felett	Összesen
Külföldi	11	10	12	33
Belföldi	16	40	4	60
Összesen	27	50	16	90

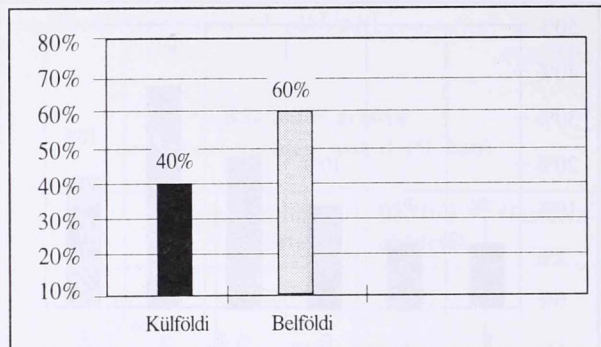
Megjegyzés: 7 válaszadó társaság közül

A külföldi befektetők aránya az 500 fő feletti vállalatokban háromszorosa a hazai társaságokénak. Ennek oka lehet, hogy a befektetők számára a térség választásával



5/a ábra

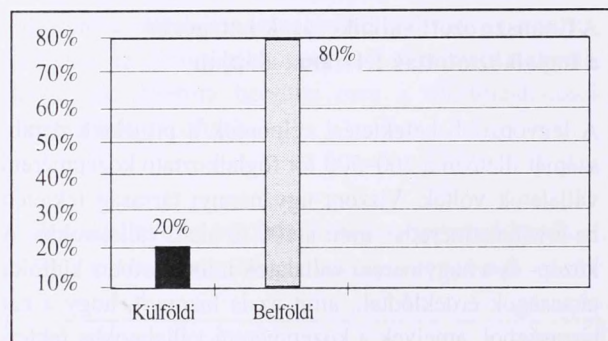
**A 100 fő alatti vállalatokba befektetők aránya  
Magyarországon**



Forrás: saját felmérés

5/b ábra

**A 100 és 500 fő közötti vállalatokba befektetők aránya  
Magyarországon**



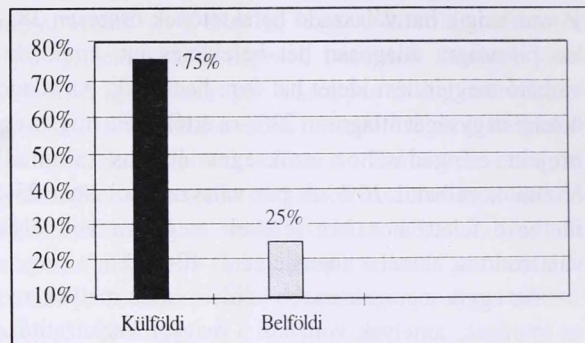
Forrás: saját felmérés

eleve vállalt magasabb kockázat a biztonságosabbnak vélt cégek finanszírozásával valamelyest kompenzálható. Azért választják a nagy méretű vállalatokat, mert úgy vélik, hogy így kisebb kockázatot kell vállalni. Ezzel magyarázható az a jelenség is, hogy a befektetők igyekeznek többségi tulajdoni hányadhoz jutni a portfóliójukba választott cégekben. További érv még a nagyobb befektetések mellett, hogy a nagy jelentőségű vállalkozásoktól várható hozam akkora, ami a befektetést gazdaságossá teszi.

A hét válaszadóból négyen úgy gondolják, hogy a nagyvállalatok részéről érezhető e befektetési forma keresése. Érdekeség továbbá az is, hogy ezt a belföldi befektetők gondolják. A nagyvállalatok „érdeklődése” valójában a vezetői kivásárlásokat takarja. Magyarországon a kockázatitőke-befektetések eme formája nem olyan népszerű, mint Nyugat-Európában. Az „érdeklődés” azzal

5/c ábra

**Az 500 fő feletti vállalatokba befektetők aránya  
Magyarországon**



Forrás: saját felmérés

magyarázható, hogy a menedzserek nem rendelkeznek elég tőkével ahhoz, hogy kivásárolják a vállalatot, viszont a banki hitelek (az óriási kamatterhek miatt) nem nyújtanak kedvező megoldást.

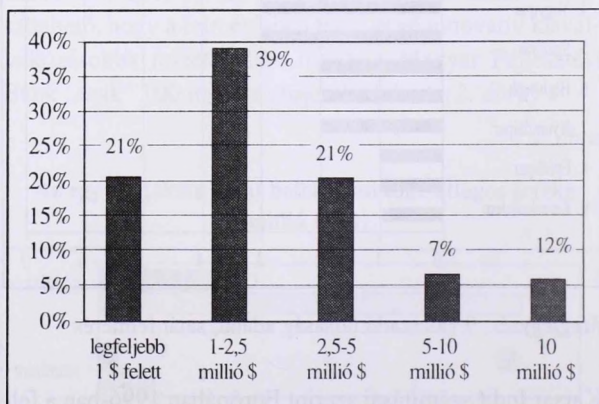
Egy külföldi felmérés szerint a világon a 200 főnél kevesebbet foglalkoztató (kis és közepes) cégeknél található a kockázati tőke 50-60%-a, a kezdők pedig a források mindössze 5-6%-át birtokolják.<sup>7</sup>

A ténylegesen megvalósult kockázatitőke-befektetések számát a 6. táblázat mutatja.

Ha megvizsgáljuk a lenti adatokat, akkor azt láthatjuk, hogy Magyarországon is hasonló mértékben

6. táblázat

**Megvalósult kockázatitőke-befektetések száma  
Magyarországon (darab)  
1990 és 1998 között összesen 68 darab befektetés**



Forrás: Kopits István felmérése



részesülnek a kis és közepes vállalatok a kockázati tőkéből, ha feltételezzük, hogy a legfeljebb 1 millió dolláros és az 1–2,5 millió dolláros kategória az előbb felsorolt vállalatméreteket fedi le (60% összesen). A saját felmérésem eredménye alapján a kis- és közepes méretű vállalatok a befektetések darabszámának a 82%-át adják, míg a nagyméretű vállalatok az összes ügylet 12%-át képviselik. Az utóbbiak alacsony oka az összes ügyletben (mint már korábban említettem), hogy egy társaság nem képes akkora tőkét investálni egy nagyméretű vállalatba, mint amennyire annak szüksége lenne (egyedül nem képes finanszírozni egy nagyméretű projektet). Ebben az esetben általában több kockázati-tőke-társaság fektet be közösen az adott cégbe, így megosztják a kockázatot és portfóliójuk méretét is tovább tudják növelni.

### Gátló tényezők

Fontos kérdés, hogy melyek azok a jelenségek ma Magyarországon, amelyek akadályozzák a kockázati-tőke-befektetők tevékenységét. Egy ötös szintmérő skálán kellett a válaszolóknak kiválasztaniuk a megfelelő jellemzőt az adott kategóriára (1=nagyon jellemző, 2=jellemző, 3=jellemző, de elhanyagolható, 4=közömbös, 5=nem jellemző).

Nyolc társaságból öten gondolták úgy, hogy a fejletlen tőkepiac, a társasági törvény hiányosságai, a korrupció, a bürokrácia és a menedzsment, illetve a vállalkozók felkészületlensége a gátló tényezők.

A jellemző, de elhanyagolható jelzővel jellemezték a nyereségek és veszteségek számviteli és adózási kezelését, az infrastruktúra hiányosságait, valamint az inflációt. A fennmaradó tényezők esetében a kockázati-tőke-befektetők ugyanannyian mondták, hogy azok gátló jelenségek a befektetések folyamán, mint azok, akik a közömbös, vagy nem jellemző kategóriát jelölték meg.

Ezek voltak például: az egységes jogi szabályozás hiánya, a számviteli törvény hiányosságai, az egyéb makrogazdasági környezet. Egy társaság véleménye szerint viszont sok tényező éppen lehetőséget teremt a kockázati-tőke-befektetők számára, mint például a tőkehiány, vagy az infrastruktúra hiányosságai. Egy másik szakember pedig a 18 kategória 90%-át gátló tényezőnek találta.

Érdekes képet kaphatunk a válaszok összegzéséről, ha az egyenlegezés módszerét is felhasználjuk az összesítésre. Munkám során az egyenlegezés egy speciális fajtáját – melyet az utóbbi időben az Európai Unió statisztikai hivatala is előnyben részesít –, a súlyo-

zott egyenlegsámítást vettem igénybe. Ez lényegében egy különleges súlyozású átlagszámítás az ötös válaszadási skálán, ahol a jelentős változást várókat egyszeres, a változást vagy éppen változatlanságot prognosztizálókat félszeres súlyozással veszik figyelembe (nagyon jellemző = -1, jellemző = -0.5, jellemző, de elhanyagolható = 0, közömbös = 0.5, nem jellemző = 1). A 0 feletti eredmény azt jelöli, hogy a társaságok véleménye szerint az adott tényező nem gátolja a befektetéseket. (7. ábra)

Nem lenne teljes a kép, ha nem tudnánk meg azt is, hogy mely területeken várnak változást a társaságok 2002-ig. A hét válaszadó mindegyike úgy gondolja, hogy a fejletlen pénzügyi közvetítő rendszer, a tőkehiány, a menedzsment, ill. a vállalkozók felkészületlensége, a fejletlen tőkepiac és az infláció területén fog jelentős változás lezajlani. A hét társaság közül hatan nem várnak változást a nyereségek és veszteségek számviteli és adózási kezelésében, a társasági törvény hiányosságaiban és a kormány gazdaságpolitikája területén. Az egységes jogi szabályozás területén többen változást várnak, de azt nem tartják valószínűnek, hogy ez bekövetkezne 2002-ig. A korrupció és a bürokrácia helyzetét pedig egyenesen kedvezőtlennek tüntették fel, és a többség véleménye szerint e területen inkább rosszabbodni fog a helyzet. (jelentősen romlik (-1), romlik (-0,5), nem változik 0, változik 0,5, jelentősen változik 1). (8. ábra)

A múltban az egységes jogi szabályozás hiánya gátló tényező volt, ám a társaságok a jövőben sem várnak változást e területen. Érdekes továbbá, hogy az adópreferenciák területén korábban nem tapasztalták annak gátló hatását, de a jövőben, a válaszadók véleménye szerint, romlani fog a helyzet.

### Jövőbeli trendek

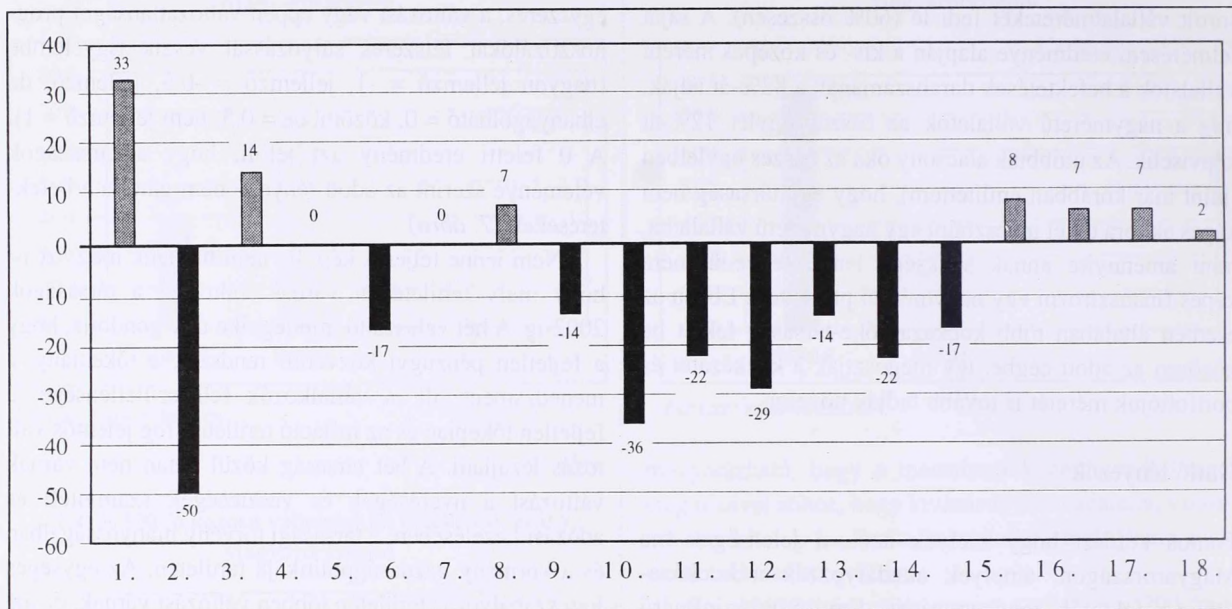
„Egyszerűen szólva, több a befektetésre váró 'private equity', mint a befektetőknek felkínált és befektetésre érdemes vállalkozás. A kíváncsok befektetési lehetőségeikért meg lehet már versenyeztetni a befektetőket...”<sup>8</sup>

Tíz válaszadóból öten úgy vélik, hogy csökkenni fog az egy vállalkozásra jutó befektetések értéke, ha befektetési lehetőségként kis cégek fognak megjelenni. Hárman nem tartják valószínűnek a projekt értékének csökkenését, míg két társaság növelni kívánja azok értékét. Hét társaság közül öten azt gondolják, hogy a projekt értéke körülbelül 100 ezer és 500 ezer USD közé fog esni, míg ketten ezt a változást 500 ezer–egy millió USD-re becsülték.



7. ábra

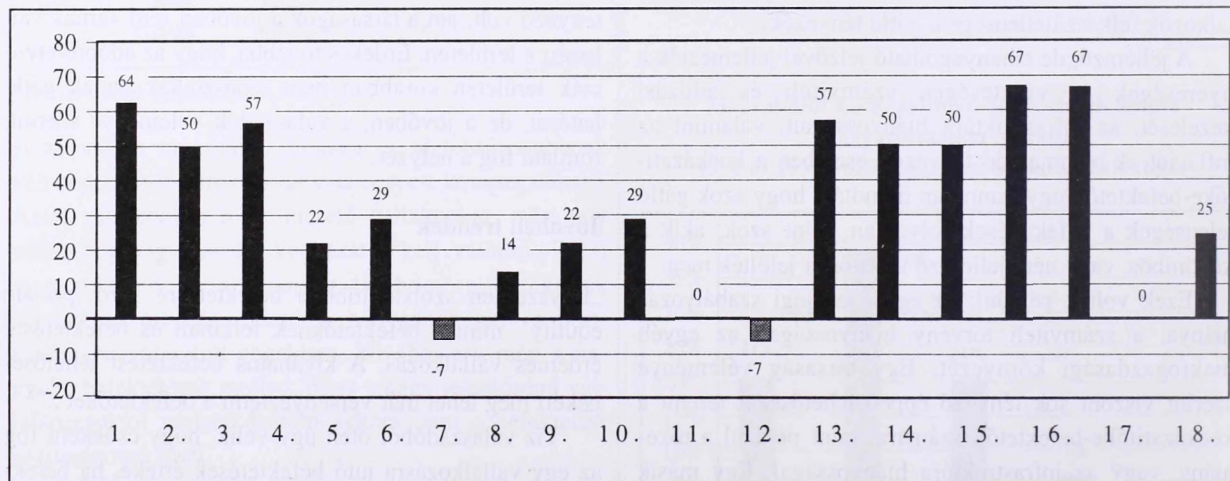
## A kockázati tőke-befektetők tevékenységét akadályozó tényezők összegzése (egyenleg)



Megjegyzés: Az értékek -100 és +100 között mozognak. A 0 alatti érték a befektetés akadályozását jelenti!

8. ábra

## A gátló tényezők következő területein várnak változást a társaságok a közeljövőben



Megjegyzés: Az értékek -100 és +100 között mozognak. A 0 feletti érték jelentős pozitív irányú változást jelent!

1. Fejletlen pénzügyi közvetítő rendszer, 2. Fejletlen tőkepiac, 3. Tőkehiány, 4. A külföldi tőke prioritásai, 5. Az egységes jogi szabályozás hiánya, 6. Adópreferenciák aránya, 7. Nyereségek és veszteségek számviteli és adózási kezelése, 8. A számviteli törvény hiányosságai, 9. A társasági törvény hiányosságai, 10. Korruptió, 11. Bürokrácia, 12. A menedzsment felkészületlensége, 13. A vállalkozók felkészületlensége, 14. Az infrastruktúra hiányosságai, 15. Infláció, 16. Kiszámíthatatlan gazdaságpolitika, 17. A kormány gazdaságpolitikája, 18. Egyéb makrogazdasági környezet



Tíz véleményből kilenc elképzelhetőnek tartja újabb alapok megjelenését az országban, amelyeknek származási helyét a következő sorrendben jelölték meg: Egyesült Államok, Európa, magyar magánbefektetők, Ázsia.

A közeljövőben nyolc társaság összesen 118 millió USD-t akar bevonni, ami azt jelentené, hogy az egy kockázati tőke-társaságra eső befektetési tőke értéke közel 15 millió USD lenne. Ám itt is jelentős deformáció mutatkozik a külföldi és a belföldi befektetők között. A külföldi szereplők a közeljövőben átlagosan befektetni kívánt tőkeértéke közel tízszerese a magyar befektetőkének. (7. táblázat, 9. ábra)

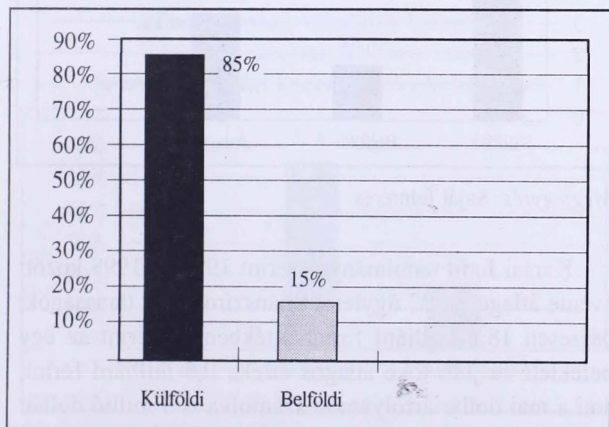
7. táblázat

A közeljövőben befektetni kívánt tőke értékének a megoszlása a külföldi és a belföldi befektetők között (millió USD), saját felmérés

	Összesen	Átlagosan
Külföldi	100,0	33,4
Belföldi	17,6	3,5
Összesen	117,6	14,7

9. ábra

A 2002-ig új tőkét bevonó társaságok aránya Magyarországon, saját felmérés



Arra a kérdésre, hogy milyen típusú alapok fognak megjelenni a közeljövőben, tízből heten a regionális alapokat jelölték meg. További öt megjelölés szerint a speciális alapok fognak megjelenni, kettő szerint pedig a minden területen befektető alapok.

## A jövőre vonatkozó várakozások

Kilenc válaszadóból két társaság szerint a multinacionális vállalatok száma nőni fog hazánkban és elszívják majd a szellemi tőkét, aminek hatására az induló, innovatív vállalkozások száma csökkenni fog. Kettő véleményezték továbbá azt is, hogy a vállalatok anyagi gondjaik finanszírozásánál kevésbé fogják igénybe venni az olcsó banki hiteleket, és a két válaszadóból az egyik egyetértett azzal is, hogy ezáltal a vállalatok inkább a zártkörű részvénykibocsátásból fogják fedezni tőkeigényüket, ami potenciális befektetési lehetőség lesz a kockázati tőke-társaságok számára.

Három társaság jelölte meg azt a lehetőséget, miszerint a kockázati tőke-alapok még tőkeerősebbek lesznek és megjelennek majd a nagyobb nemzeti vállalatokban is.

Négyen úgy vélik, hogy a közeljövőben kiéleződik a verseny és egyre nehezebb lesz majd „célpontokat” találni, így egyes kockázati tőke-társaságok kiszorulnak majd a piacról. Négyen értettek egyet azzal a feltevéssel is, hogy megjelennek az „üzleti angyalok”, akik elegendő tőkével és szaktudással rendelkeznek majd ahhoz, hogy a „nagy ötleteket” eljuttassák arra a szintre, ahol már a „célpont” kedvező lesz a kockázati tőke-társaságok számára.

Kilenc válaszadó társaság közül hat jelölte meg az alábbi elképzeléseket is: azoknál a cégeknél, ahol a menedzseri kivásárlás hitelből történt és e hiteleket a menedzserek nem tudják visszafizetni, ott megjelenik a kockázati tőke-befektető. Egyes iparágakra a szétaraboltság jellemző és a következő években koncentráció fog lezajlani, amihez tőkére lesz szükség és ekkor megjelennek majd a kockázati tőkések. A gazdasági konjunktúra a vállalkozások számának, ezen belül is a kreatív vállalkozások számának növekedését idézi elő, ami a kockázati tőke-befektetések növekedését fogja maga után vonni.

Heten gondolják azt, hogy kialakul egy közvetítői réteg, mely kapcsolatban lesz, ill. felkutatja a potenciális befektetési lehetőségeket, amiket felkínál majd a kockázati tőke társaságok számára.

Végül nyolc társaság szerint az EU-hoz való csatlakozás következtében javulnak majd a kiszállási lehetőségek, ami a kockázati tőke iparág magyarországi helyzetének javulását fogja lehetővé tenni.



## Következtetések, tendenciák, várakozások, avagy mit mutat három felmérés

A két felmérés, amelyet felhasználtam e cikk megírásához, az utóbbi egy évben jelent meg. Ezek közül az első Karsai Judit tanulmánya<sup>9</sup> 1999-ben íródott (az 1995 és 1998 közötti ügyleteket dolgozta fel), míg a másik felmérés<sup>10</sup> 2000-ben készült (a megkérdezettek a kockázati tőke alapok voltak). Az utóbbi egyénileg elkészített kérdőív segítségével szerzett információkat az iparágról és szereplőiről, míg Karsai Judit dolgozata a kockázati-tőke-befektetésekben részesült magyarországi cégekről megjelent sajtóhírek alapján született. Tudomásom szerint ezen tanulmányok mellett, amelyek az intézményes kockázati tőkepiac jelenlegi helyzetéről értekeznek, más aktuális felmérés nem született, így (véleményem szerint) ezekből a dolgozatokból nyerhetők a „legfrissebb” információk.

Kopits István felmérésének alanyai azok a kockázati-tőke-alapok voltak, amelyek valamilyen formában kapcsolódnak a magyarországi befektetésekhez. Ezeknek az alapoknak egy része a magyarországi befektetésekre specializálódott, többségük azonban regionális, míg néhány globális befektetői alap volt. A regionális alapok megjelenése 1994-1995-re tehető és számuk tovább emelkedik (pl.: 1999-ben és 2000-ben két-két új alap jelent meg Magyarországon). A társaságok meghatározott országcsoportokra terjesztik ki működésüket, és keretszámokat állítanak fel a befektetések megoszlására (pl.: rögzítik a tőzsdei és a tőzsdén kívüli befektetések arányát).<sup>11</sup> A regionális alapok egyenként is nagyobb tőkeerőt képviselnek, mint a többi piaci szereplő és megjelenésük jelentős változást hozott a kockázati-tőke-iparágban. Egyrészt megnőtt a kockázati tőke kínálata, másrészt e befektetői kör kifejezetten a nagy cégek kockázati-tőke-finanszírozását célozta meg. (1999-ben már a források nagy része ezekbe a regionális alapokba folyt, ami az egész közép-európai régiónak a világgazdasághoz való folyamatos integrálódásával, valamint a régió gazdasági és politikai stabilitásával magyarázható.)<sup>12</sup>

„A regionális alapok megjelenésével lényegében a magyar piac is bekerült a kockázati-tőke-befektetések nemzetközi áramkörébe, ami a tőke kínálat megnövekedése mellett a fejlett piacgazdaságokban érvényesülő befektetési kultúrához és infrastruktúrához való igazodást is elősegítette” – írta Karsai Judit.<sup>13</sup>

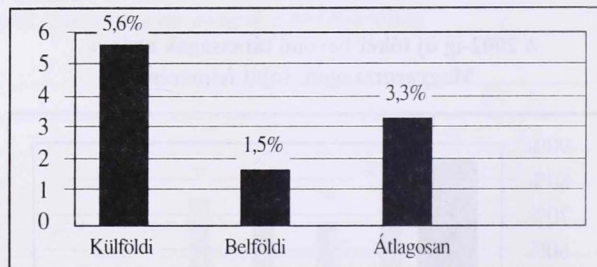
„Az alapok világa kifinomultabb és szegmentáltabb lett” – állítja Kopits.<sup>14</sup> A „dealek” méretét kiterjesztették

mindkét irányba: itt vannak már hazánkban is a technológia alapú start-up, valamint a korai fázisban lévő vállalkozásokat finanszírozó alapok (pl.: Hungarian Innovative Technologies Fund - HIT), de ugyanígy megfigyelhető a projekt értékének növekedése is (pl.: a kockázati-tőke-társaságok körében végzett felmérésem eredménye alapján: tíz válaszdó társaságból kettő növelni kívánja az egy befektetésre jutó tőke értékét.)

A befektethető „private equity” nagysága megnőtt, de a szakemberek arra panaszkodnak, hogy a kockázati-tőke-befektetésre váró vállalkozások között kevés a befektetésre alkalmas, ezért valószínű (véleményük szerint), hogy a tőkét befektetni kívánók kínálata nem fog találkozni 2001-ig a kereslettel. 1998-hoz képest 20%-os növekedés figyelhető meg a befektetések számában, de az értékük 30%-kal csökkent. 1999-ben a befektetések többsége „szerény” értékű: tizenkét befektetésből hénél a befektetett tőke értéke 2,5 millió dollár alatt volt.<sup>15</sup> Ez az érték átlagon aluli, ha azt vesszük, hogy átlagosan 3,3 millió dollárt fektetnek egy projektbe (ma) Magyarországon (saját felmérés). (10. ábra)

10. ábra

Az átlagosan egy projektbe fektetett tőke értékének megoszlása (millió USD)



Megjegyzés: Saját felmérés

Karsai Judit tanulmánya szerint 1995 és 1998 között évente átlagosan 22 ügyletet finanszíroztak a társaságok, összesen 18,4 milliárd forint értékben. Eszerint az egy befektetésre jutó tőke átlagos értéke 0,8 milliárd forint, ami a mai dollár árfolyamon számolva is 3 millió dollár. (Karsai Judit a 800 millió forintos átlagos befektetési értéket 650 millió forintra korrigálta; ebben az esetben körülbelül 2,5 millió dolláros értéket kapnánk 270 HUF/USD árfolyammal számolva.)<sup>16</sup>

1995 és 1998 között az intézményes kockázati tőke befektetők a cégekben általában 53%-os részesedést szereztek olyan vállalatokban, amelyek átlagosan 780 főt foglalkoztatnak. Ezek a cégek 1,9 milliárd forint alap-

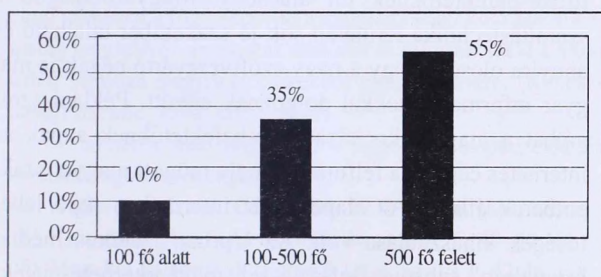


tőkével és 4,8 milliárd forintos nettó árbevétellel rendelkeznek.

Magyarországon a vizsgált négy évben a befektetések számának több mint fele, értékének pedig több mint 60%-a az 500 fő feletti vállalkozásokat célozta meg.<sup>17</sup> Ezek az adatok ellentmondani látszanak a saját felmérésem eredményeinek, hiszen az általam vizsgált társaságok nyilatkozata alapján az 500 fő felett finanszírozott vállalkozásoknak közel 20%-os súlyuk van a finanszírozott vállalatokon belül. Ez az eredmény hét válaszadó társaság adataiból következik, melyeknek többsége 1996 és 1998 között kezdte meg működését.

11. ábra

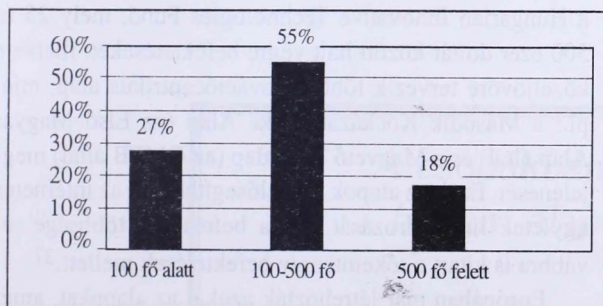
**A finanszírozott vállalatok kategóriái a foglalkoztatottak létszáma szerint (a magyarországi kockázati-tőke-befektetések darabszáma szerint)**



Megjegyzés: Karsai Judit felmérése 87 ügylet alapján (1995 és 1998 között)

12. ábra

**A finanszírozott vállalatok kategóriái a foglalkoztatottak létszáma szerint (a magyarországi kockázati-tőke-befektetések darabszáma szerint)**



Forrás: saját felmérés, 90 ügylet

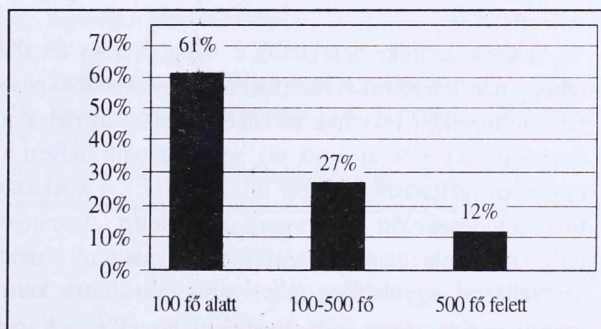
A két felmérés között lényeges eltérés mutatkozik a nagy- és a közepméretű vállalatok darabszám szerinti megoszlása között. Karsai Judit felmérésnél a nagyméretű vállalatok aránya 55%, míg a saját felmérésemben a közepméretű vállalatok jelennek meg 55%-os súllyal. Az

eltérés (véleményem szerint) részben annak is köszönhető, hogy a privatizációban megjelent kockázati tőkések a vizsgált periódus (1995-1998) végére szálltak ki a befektetéseikből. A felmérésem során kilenc válaszadó társaságból négy vett részt a privatizációban.

Ezek az alapok egy kivételével 1996 előtt alakultak, míg a fennmaradó társaságok csak ezután kezdték meg működésüket. Ám ha a másik oldalt vizsgáljuk, hogy „Mivel magyarázható a közepméretű vállalatok túlsúlya?”, akkor ezt a kérdést azzal magyarázhatjuk, hogy egyetlen társaság sem engedheti meg magának, hogy egyedül fedezze egy nagyméretű vállalat anyagi gondjait. Ha visszatérünk Kopits István ábrájához (6. ábra), amelyen feltünteti, hogy a befektetett tőke alapján melyik sávban történt a legtöbb befektetés), akkor azt láthatjuk, hogy az investíciók közel 40%-a az 1-2,5 millió dolláros sávban zajlott le. (13. ábra)

13. ábra

**A nyugat-európai befektetések megoszlása a finanszírozott vállalatok darabszáma alapján 1996 és 1997 között**



Forrás: EVCA Yearbook 1998

Ezzel szemben Nyugat-Európában a befektetések számának 12%-át adták csak az 500 fő felett foglalkoztató vállalatok, míg a 100 főnél kevesebbet foglalkoztató cégek a befektetések értékének 21-22%-át kapták. Hazánkban ez az érték csak 5-6%.<sup>18</sup>

A befektetések számának 28%-át, névértékének 44%-át a külföldi kockázati tőke befektetők képezték. Ezen belül is kiemelkedő súllyal szerepelnek a regionális befektetési alapok, amelyek a külföldi befektetők között a projektek darabszámának közel felét, míg névértékének a háromnegyedét adták. A regionális alapok esetében az egy ügyletre jutó 2,2 milliárd forintos tőkeérték több mint háromszor akkora volt, mint az összes többi befektetői kategóriában.<sup>19</sup> (8. táblázat)



## 8. táblázat

A magyarországi kockázatitőke-befektetések darabszámának megoszlása a befektetők típusa szerint (%-ban)

Karsai Judit eredménye		Saját felmérés	
Hazai	72	Hazai	67
Külföldi	28	Külföldi	33
Összesen	100	Összesen	100

A Magyarországon befektetők – Karsai szerint – politikáját a konzervativizmus jellemzi, ami igazolódni látszik a hagyományos iparágakban végrehajtott ügyletek nagy száma alapján. Nyugat-Európában a befektetések minimum 20%-a a technológiai ágazatokban zajlott le – kommunikáció, komputer technika, elektronika, biotechnika, gyógyászat –, ezzel szemben Magyarországon csak 1996-ban történt jelentősebb számú befektetés e szektorban. 1995 és 1998 között az összes ügylet 7%-át adták a technológia-alapú befektetések, ami a névérték a 3%-át sem érte el.<sup>20</sup>

A kockázatitőke-befektetők a vizsgált négy év alatt (ahogy már jeleztem) elsősorban a fogyasztással kapcsolatos területeken fektettek be tőkét (ahol az ügyletek az összes ügylet 31%-át érték el), míg második helyen az egyéb szolgáltatások területe áll 12%-kal. „A kockázati tőke mindenekelőtt a tervgazdaság idején „hátrányos helyzetű” szolgáltatások kiépüléséhez, valamint a rendszerváltással egyidejűleg teljes struktúraváltásra kényszerülő gépipar talpra állításához járult hozzá”<sup>21</sup> – Karsai szerint. 1995-ben a textilipar, 1997-ben gépipar, 1996-ban és 1998-ban pedig a szolgáltatások területén valósítottak meg nagyszámú befektetést. A gépiparon belül is a legkiemelkedőbb szerephez az informatika jutott (a gépiparban végrehajtott ügyletek közel 60%-a az informatika szektorába áramlott), majd ezt követte a kereskedelem (20%), szolgáltatások (10%), energetika (10%) területe. A hagyományos iparágak finanszírozói közül az MFB játszotta a legjelentősebb szerepet, hiszen a finanszírozott akció 40%-át, míg névértékének a 32%-át bonyolította le.<sup>22</sup>

A saját felmérésemben a befektetők a legnagyobb számban az élelmiszeriparban jelentek meg, míg a második helyen a telekommunikáció és a gépipar szerepelt (lásd a korábbi 3. ábrát: „A kockázatitőke-társaságok befektetési területei az adott területen befektető társaságok számának függvényében; az ügyletek száma közel azonos az adott szegmensben megjelenő társaságok

számával. A high-tech szektor csak a társaságok harmadának volt vonzó befektetési lehetőség.

Kopits István felmérése szerint a legtöbb befektetés 1999-ben a telekommunikációba, a high-techbe és a szoftverekkel foglalkozó cégekbe történt. Napjaink legvonzóbb szegmense az Internet majdnem minden alap számára vonzó befektetési lehetőség, de ezt a területet a hazai „venture capital” befektetők csak most kezdik felfedezni.<sup>23</sup> Az Egyesült Államokban tavaly az induló internetes vállalkozások összesen 31,9 milliárd USD kockázati tőkét kaptak, az 1998-as 7 milliárd után, 24 illetve az összes befektetés 42%-át az Internettel kapcsolatos szolgáltatást végző vállalkozások kapták.

Ma egy „deal” átlagos értéke három millió dollár,<sup>25</sup> ám az internetes ügyleteknek 0,5 millió dollár is elegendő lenne, viszont ez az összeg az intézményes kockázatitőke-befektetőknek túl alacsony. Magyarországon a számítástechnika területén sok jó szakember található és annyira olcsók, hogy a nagy szoftvergyártó cégek is magyar informatikusokkal dolgoznak együtt. Például szolgálhat a magyar kockázatitőke-befektetőknek annak az internetes cégnek a felfutása, amely mögött magyar szakemberek állnak. Az alapötlet az internetben rejlő lehetőségek kihasználása volt. Az Uproar, „játékos médiabirodalom” szoftver-fejlesztéssel, majd internetes játék-fejlesztéssel foglalkozott, mára pedig már egy 650 millió dolláros piaci kapitalizációjú vállallattá nőtte ki magát.<sup>26</sup>

Magyarországon az internetes projektek elterjedésének feltétele, hogy legyenek olyan alapok, amelyek kifejezetten az induló, ill. születő cégeknek biztosítanak tőkét és menedzsmentet. Ilyen befektető társaság pl. a Hungarian Innovative Technologies Fund, mely 25 és 500 ezer dollár között hajt végre befektetéseket, illetve a közeljövőre tervezik több innovációcentrikus alap, mint pl.: a Második Kockázati Tőke Alap (az Első Magyar Alap által) és a Magvető Tőkealap (az OMFB által) megjelenését. Ezek az alapok már elősegíthetnék az internetes ügyletek finanszírozását, ám a befektetők többsége továbbra is kitart a tőkeintenzív befektetések mellett.<sup>27</sup>

Európában már létrehozták azokat az alapokat, amelyek kifejezetten a high-techre és az internetes befektetésekre specializálódtak. Korábban csak az üzleti angyalok finanszírozták ezeket a projekteket, ám napjainkra már a kockázatitőke-alapok is ráébredtek arra, hogy a tőkekihelyezés adminisztratív kötöttségei egy óriási növekedési potenciállal rendelkező szegmenst zárnak el előlük. A befektetési politika megváltoztatása helyett új, kisebb méretű alapokat indítottak el, amelyek



nagyrészt amerikai tőkével várják az ígéretes befektetési lehetőségeket. A 2000. év elején már tíz milliárd dollár áll az alapok rendelkezésére, hogy az európai internetbe fektethessenek. Ez az összeg azonban még így is „csak” a harmada az Egyesült Államokban található, azonos célra felhasználható tőke értékének.<sup>28</sup>

A 2000-es évet a kockázatitőke-befektetők nagyon optimistán kezelik és „több reális dealt” várnak, mint amit öt év alatt láttak.<sup>29</sup> Várhatóan a menedzseri infrastruktúra látványosan fog fejlődni, ugyanakkor részben emiatt, részben a kiéleződő versenynek és a projektek jobb minőségének köszönhetően, a befektetések értéke is növekedni fog.

#### Lábjegyzet

- 1 Karsai Judit (MTA) „A megfontoltan kockáztató tőkések” című cikkében átfogó képet ad a magyarországi kockázatitőke-iparág helyzetéről, amihez az adatokat és információkat a hazai üzleti sajtóban megjelent cikkekből gyűjtötte össze. (Közgazdasági Szemle, 1999. szeptember)
- 2 A felmérés nem terjedt ki a regionális alapkezelők és tőketársaságok tevékenységére.
- 3 A tőke kockázata (Cégvezetés 1998. február 133–135. o.)
- 4 Kifundálhatják (Figyelő 1998. december 17. 49–50. o.)
- 5 Magukra kalapoznak (Figyelő 1999. április 1. 42–43. o.)
- 6 Forrás a kiugráshoz (Cégvezetés 1998. július 95–102. o.)

- 7 A tőke kockázata (Cégvezetés 1998. február 133–135. o.)
- 8 Dr. Széphalmi Géának a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület volt elnökének (1999) véleménye.
- 9 Karsai Judit: A megfontoltan kockáztató tőkések (Közgazdasági Szemle 1999. szeptember 789–812. o.)
- 10 Kopits István (Navigátor Kft.) felmérése, melyet a Deloitte and Touch nagy pénzügyi tanácsadó céggel közösen készített.
- 11 Karsai Judit: A megfontoltan kockáztató tőkések (796. o.)
- 12 Forrás: Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület honlapja.
- 13 Idézett munka 796. oldala.
- 14 Survey of the Hungarian private equity market (7. oldal).
- 15 Idézett munka 9. oldala.
- 16 Lásd: A megfontoltan kockáztató tőkések (799. oldal).
- 17 Lásd idézett munka 799. oldala.
- 18 Idézett munka 800. oldala.
- 19 Idézett munka 800. oldala.
- 20 Idézett munka 805. oldala.
- 21 Idézett munka 805. oldala.
- 22 Idézett munka 807. oldala.
- 23 Survey of the Hungarian private equity market (12. oldal).
- 24 Industry Standard, 2000. február 7.
- 25 Saját felmérés alapján.
- 26 Uproar: A játékos médiabirodalom (Figyelő 2000. március 30. 39. o.)
- 27 Survey of the Hungarian private equity market (13. oldala)
- 28 Europe's start-up stampede (The Economist 2000. január 15. 67–68. o.)
- 29 Kopits István egyik interjúalanyának a véleménye.

*A csodákban nem hinni kell,  
hanem alapozni kell rájuk!*

Arthur Bloch,  
a „Murphy törvénykönyvé”-nek szerzője